

Via le mani da un fondo sovrano

dossierpolitica

7 settembre 2015 Numero 9

Fondo sovrano I tassi storicamente bassi e le riserve eccezionali della banca centrale sono indicatori di una situazione monetaria eccezionale in cui si trova la Svizzera. Il franco forte porta ulteriore acqua al mulino di coloro che chiedono la creazione di un fondo sovrano. Si privilegiano due soluzioni: creare un fondo con le riserve di divise della Banca nazionale oppure far contrarre nuovi debiti alla Confederazione, beneficiando degli attuali tassi favorevoli, per effettuare investimenti «promettenti». L'una e l'altra si basano però sull'illusoria prospettiva di un guadagno facile e privo di rischi. Un fondo che assorbe le riserve di divise costituirebbe un'ingerenza nella politica monetaria della Banca nazionale, il cui ruolo è garantire la stabilità dei prezzi e non di fare degli utili, mentre finanziare un fondo con dei debiti comprometterebbe la politica budgetaria ed economica efficiente della Svizzera. Il fondo così creato si esporrebbe ad interessi particolari e susciterebbe svariati desideri di natura politica.

La posizione di economiessuisse

▶ economiessuisse si oppone alla creazione di un fondo sovrano, sia che questo sia alimentato dalle riserve di divise della Banca nazionale o da nuovi debiti.

▶ Investire le riserve di divise è competenza della Banca nazionale svizzera, la cui indipendenza in materia di politica monetaria non dev'essere contestata.

▶ Lo Stato non è un imprenditore qualificato. I suoi investimenti sono influenzati dalla politica. Un fondo sovrano creato dalla Confederazione sarebbe esposto ad interessi politici particolari.

▶ Il contesto dei tassi bassi non deve aprire la porta all'imprudenza budgetaria. Il ridotto indebitamento pubblico è un atout essenziale della piazza economica svizzera e favorisce a sua volta i tassi bassi.

La tentazione del denaro a buon mercato

Dopo l'inizio della crisi finanziaria ed economica nel 2007, la straordinarietà sui mercati valutari ha assunto una dimensione planetaria. Per evitare una crisi economica ancora peggiore, la maggior parte delle banche centrali di tutto il mondo sono intervenute con rigore e hanno abbassato i tassi d'interesse a livelli storicamente bassi. Da allora il tasso di base della Fed è praticamente a zero. Inoltre, attraverso importanti acquisti di obbligazioni anche i tassi di interesse a lungo termine sono fortemente calati. Mentre gli Stati Uniti potrebbero alzare il livello dei tassi d'interesse, la politica monetaria della Banca centrale europea (BCE) rimarrà senza dubbio ancora molto espansiva per diverso tempo, a causa della crisi dell'indebitamento di alcuni paesi europei. Ciò che sembrava impensabile ancora alcuni anni fa è dunque diventato realtà: il tasso di interesse nella zona euro è praticamente zero.

► La Svizzera ha superato abbastanza bene la crisi, ma il franco è diventato sempre più forte.

Questi sviluppi internazionali non hanno risparmiato la Svizzera. Grazie alle scelte della BNS e alla sua politica economica prudente, il nostro paese ha potuto attraversare le turbolenze con una certa facilità, ma la crescita robusta ha indotto un apprezzamento costante del franco svizzero, minacciando seriamente la piazza industriale e continuando a penalizzarla fortemente¹. Le conseguenze sono note. In un primo tempo, la BNS ha tentato di contrastare la tendenza riducendo i tassi con gli strumenti convenzionali. Nel settembre 2011 però essa è stata costretta ad introdurre un tasso minimo di cambio e, per applicarlo, è intervenuta regolarmente sul mercato dei cambi. A seguito di questa politica, come mostra la figura 1, le riserve della BNS sono enormemente aumentate.

► Nonostante l'abbandono del tasso minimo di cambio, la Banca nazionale interviene ancora puntualmente sul mercato dei cambi.

Come noto, la Banca nazionale ha abbandonato lo scorso 15 gennaio il tasso minimo di cambio e nel contempo ha abbassato il tasso di riferimento al livello più basso di tutti i tempi di -0,75 %. Il franco si è allora fortemente apprezzato, per stabilirsi dopo alcune settimane attorno a 1,04-1,07 CHF/EURO, un tasso che grava fortemente sull'economia svizzera. La BNS deve intervenire puntualmente sul mercato dei cambi per stabilizzare il corso, ad esempio durante le turbolenze attorno ad un possibile «Grexit». Le riserve di divise della BNS raggiungono attualmente quasi 550 miliardi di franchi svizzeri, ciò che corrisponde a circa l'88% della prestazione economica annuale del nostro paese².

¹ Dettagli sulle cause dell'apprezzamento ad esempio in Minsch, R. & Schnell, F. (2012). Un cours plancher de 1,20 franc: une mesure d'urgence en période de turbulences. *La Vie économique*, 1/2-2012, p. 31-33.

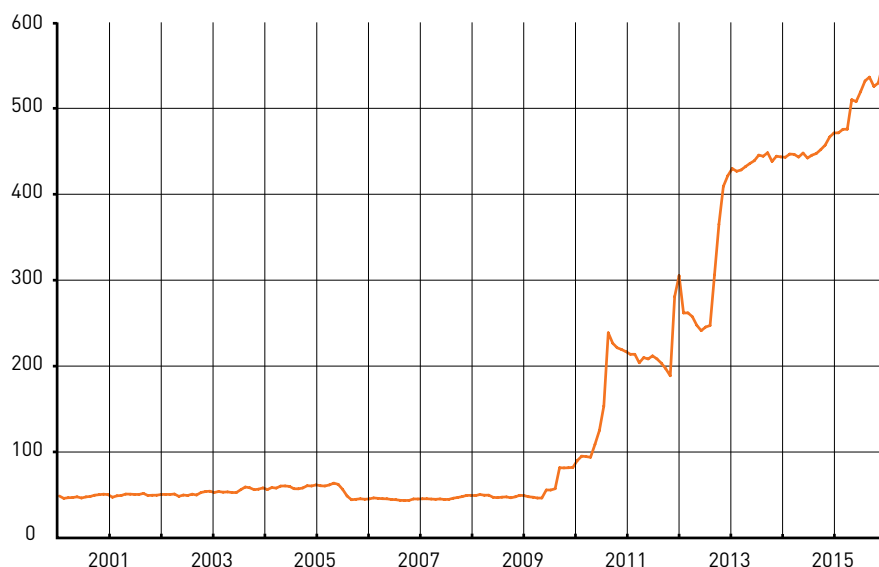
² Stato luglio 2015.

Grafico 1

Il portafoglio di divise gestito dalla BNS raggiunge attualmente quasi 550 miliardi di franchi.

Evoluzione delle posizioni di divise della Banca nazionale svizzera

Dati mensili da gennaio 2000, in miliardi di franchi



Fonte: Banca Nazionale Svizzera.

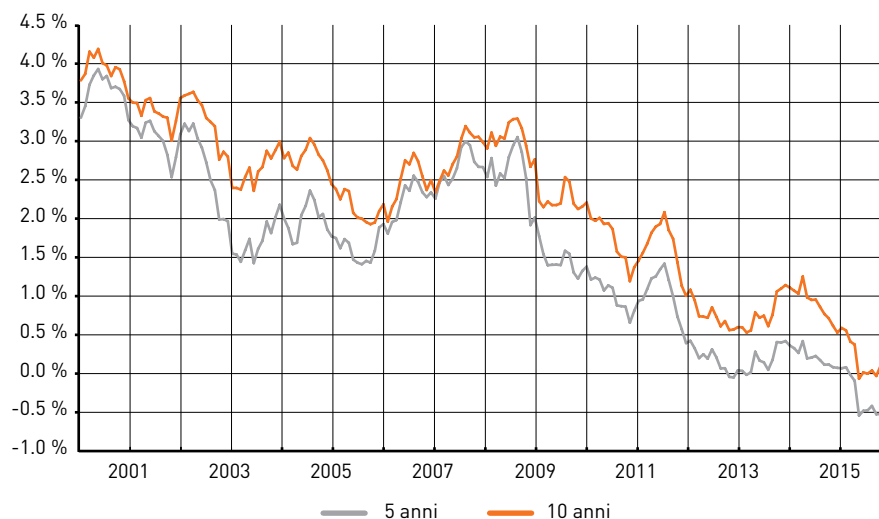
I tassi di interesse sono evoluti in modo quasi opposto allo sviluppo del portafoglio di divise della BNS. Già nel corso della crisi finanziaria del 2008, la BNS aveva massicciamente ridotto i tassi di riferimento a corto termine. Anche i tassi a lungo termine che la Confederazione deve versare sulle obbligazioni hanno denotato un continuo calo, come mostra la figura 2. Dopo l'abbandono del tasso minimo di cambio da parte della Banca nazionale e l'introduzione degli interessi negativi, i tassi d'interesse nominali a lungo termine hanno però seguito direttamente gli adattamenti del tasso di riferimento. Questo significa che, per certe durate, la Confederazione può attualmente contrarre dei debiti a tassi negativi. Al momento di ricevere il denaro, essa ne riceve così di più (almeno in valore nominale) di quanto dovrà ripagare in seguito. Un fenomeno eccezionale sotto tutti i punti di vista.

Grafico 2

I tassi di interessi sui prestiti statali svizzeri sono ad un livello storico.

Evoluzione dei tassi nominali sui prestiti pubblici

Valori per un periodo di rimborso da cinque a dieci anni



Fonte: Banca Nazionale Svizzera.

Il «free lunch» per la Svizzera?

Evidentemente, queste circostanze eccezionali in politica monetaria non possono durare a lungo termine. Però, a prima vista, sembra che la Svizzera possa accedere a fonti pressoché inesauribili di redditi – almeno a breve e medio termine – senza incorrere in spese. Un «free lunch» in un certo modo. La Banca nazionale potrebbe apparentemente acquisire risorse stampando banconote senza minacciare la stabilità dei prezzi al consumo. Anzi, questo indebolirebbe al contrario il franco sopravvalutato, a beneficio dell'industria elvetica, mentre la Confederazione potrebbe indebitarsi realizzando addirittura degli utili. Insomma, il fatto di «indebitarsi» potrebbe perdere il suo aspetto equivoco per sembrare addirittura un affare lucrativo.

► La politica vuole approfittare di questa presunta manna finanziaria.

In questo contesto non è affatto sorprendente che la politica voglia approfittare di questa presunta “manna finanziaria”. Da più parti si propone la creazione di un fondo sovrano, che dovrebbe sfruttare l'attuale situazione del franco forte, effettuare degli investimenti “nell'interesse della Svizzera” e – come piacevole effetto collaterale - ridurre le difficoltà economiche dell'industria esportatrice. Singapore e la Norvegia, con i loro fondi sovrani coronati dal successo, sono spesso citati come modello. Le seguenti spiegazioni hanno mostrato che la discussione politica si concentra su due possibili soluzioni, secondo dei concetti molto diversi. Esaminiamoli di seguito³:

► Due idee distinte: fondo sovrano presso la BNS o la Confederazione.

1. Una parte delle riserve di divise della Banca nazionale sarebbe trasferita in un fondo separato⁴ che potrebbe procedere ad investimenti offrendo un potenziale di rendimento più elevato dell'attuale strategia d'investimento della BNS. Numerose proposte mirano inoltre ad investimenti di natura strategica destinati, ad esempio, a progetti innovativi o ad infrastrutture d'importanza strategica all'estero. Grazie a questo genere di fondo sovrano, si pensa comunemente, la ridestinazione di una parte delle riserve della BNS allenterebbe la pressione politica che essa subisce. Alcuni propongono di adattare le regole d'investimento della Banca nazionale allo scopo di aumentare il potenziale di reddito delle riserve.
2. La Confederazione dovrebbe sfruttare la situazione dei tassi d'interesse bassi, anzi negativi, per investire sul mercato una somma considerevole (ad esempio 100 miliardi di franchi) in prestiti pubblici. Mezzi che sarebbero in seguito investiti in attivi e progetti altamente redditizi e “promettenti”, come del capitale rischio per innovazioni o investimenti in energie alternative. Alcuni propongono anche di optare per un approccio concentrato su progetti infrastrutturali in Svizzera (ferrovia, strada, ricerca, formazione, ecc.).

Queste soluzioni sono legate alla situazione monetaria attuale. Sfortunatamente e indipendentemente dalla forma prevista per il fondo, esse dipendono dalla tentazione del denaro a buon mercato, dando l'illusione di un guadagno gratuito e privo di rischi. Come dimostreremo in questo dossierpolitica, il “free lunch” non esiste, nemmeno in questi tempi eccezionali che la politica monetaria sta attraversando. Al contrario. Dal punto di vista economico, le idee di fondo sovrano devono essere risolutamente respinte.

³ Cf. il postulato 15.3017 del consigliere agli Stati Konrad Graber. Il PS svizzero ha inoltre suggerito di finanziare un fondo sovrano con il provento di una tassa sulle transazioni finanziarie. Questa idea è tuttavia indipendente dal contesto monetario.

⁴ Il vecchio fondo di stabilizzazione (StabFund), che aveva gestito gli attivi di UBS trasferiti durante la crisi finanziaria, è sovente citato quale esempio.

Fondi sovrani all'estero: dei modelli per la Svizzera?

► Il Fondo di compensazione dell'AVS è una specie di fondo sovrano.

Nel senso più ampio del termine, i fondi sovrani non hanno nulla di eccezionale nel mondo. Con il Fondo di compensazione dell'AVS, anche la Svizzera ne possiede uno. Questi impegni pubblici sul fronte degli investimenti servono in primo luogo a "lisciare" i redditi delle assicurazioni sociali e altre spese dello Stato. Gli istituti di previdenza vecchiaia (come l'AVS) sono spesso alimentati dai contributi prelevati sui salari e dunque sottoposti alle fluttuazioni congiunturali. La creazione di un fondo per gestire le eccedenze può allora rivelarsi utile.

Le proposte per la creazione di un fondo sovrano si orientano però ai grandi fondi d'investimento, in particolare a quello norvegese e singaporiano. Singapore possiede due fondi indipendenti, di cui uno gestisce una parte delle riserve di divise della banca centrale.

Singapore: due fondi sovrani con obiettivi distinti

Il fondo sovrano più noto di Singapore, denominato Temasek, appartiene al ministero delle finanze. Esso è stato creato nel 1974 per gestire, secondo un modello corrente nell'economia asiatica, le società e le partecipazioni statali nelle imprese nazionali, ad esempio Singapore Airlines. Il portafoglio del fondo è dunque costituito da attivi reali⁵. Gli impegni finanziari di Temasek hanno continuato ad aumentare e la sostanza globale in gestione si calcola oggi in 266 miliardi di dollari di Singapore (circa 185 miliardi di franchi svizzeri), ciò che rappresenta quasi il 63% del PIL singaporiano. Secondo le informazioni fornite da Temasek, il fondo gestisce la propria sostanza indipendentemente dal potere politico, ma versa regolarmente dei dividendi al ministero delle finanze. Esso non è dunque soggetto a nessuna regola d'investimento per quanto concerne i settori economici o determinate tecnologie e deve solo vegliare a valorizzare il proprio portafoglio di attivi.

► La politica monetaria di Singapore si concentra su un valore esterno stabile del dollaro di Singapore.

Le riserve della banca centrale di Singapore sono gestite dal fondo GIC Private Limited, senza relazione con Temasek. Questi investimenti costituiscono solo una parte degli attivi in gestione presso GIC. I dati finanziari delle partecipazioni o delle perdite e profitti non vengono comunicati. Si teme infatti che ciò possa permettere di risalire al volume delle riserve monetarie della città-Stato; ciò potrebbe complicare la messa in atto di una politica monetaria che mira ad un valore eterno stabile della moneta. Singapore non conosce una banca centrale indipendente come la maggior parte dei paesi occidentali e soprattutto la Svizzera. Il presidente delle autorità monetarie in questione è pure ministro delle finanze. Il fatto che ciò possa funzionare è legato da una parte al sistema politico di democrazia limitata e dall'altra alla politica monetaria basata sul tasso di cambio. La banca centrale di Singapore non persegue dunque una politica monetaria indipendente, ma si allinea a quella dei suoi partner commerciali.

► La stabilità dei prezzi offre dei vantaggi notevoli a lungo termine.

Gli istituti non devono quindi obbligatoriamente essere indipendenti per garantire la credibilità della loro politica monetaria. Su questo punto, Singapore si distingue fundamentalmente dalla Svizzera, la cui politica monetaria autonoma basata sulla stabilità dei prezzi, non può fare a meno di una banca centrale indipendente per imporre plausibilmente i propri obiettivi. L'acquisto, la vendita e la gestione di riserve di divise sono allora dei mezzi e non uno scopo in sé. Non bisogna sottovalutare il vantaggio di prezzi stabili a lungo termine. Inflazione e tasso di deflazione ridotti sono sinonimi di stabilità e credibilità per il risparmio e gli investimenti in Svizzera, riducono anche le distorsioni di prezzo e favoriscono una migliore crescita economica. È così possibile sottoscrivere dei contatti a

⁵ Da diversi anni, Temasek emette anche i propri titoli negoziabili, che sono tuttavia garantiti solo dalla sostanza del fondo e non dal tesoro pubblico.

lungo termine senza che i prezzi convenuti varino fortemente in termini reali.

Norvegia: benessere grazie al petrolio

Il fondo GPF (Government Pension Fund Global) della Norvegia, creato nel 1990, è considerato come il principale fondo sovrano al mondo. Il suo valore di mercato è di 836 miliardi di franchi svizzeri e la sua gestione spetta alla banca centrale (Norges Bank), nel rispetto delle regole politiche emesse dal ministero delle finanze. Il portafoglio – costituito esclusivamente da azioni, da titoli che generano degli interessi e da valori immobiliari all'estero – deve dunque adempiere alcune esigenze, ciò che non manca di suscitare discussioni (politiche).

► Il fondo sovrano norvegese si iscrive in un'ottica di autodisciplina.

Il GPF è la risposta della Norvegia alla presa di coscienza che le sue riserve di petrolio, principale fonte di reddito del paese, non sono inesauribili. Grazie al fondo, il governo norvegese può investire i redditi del petrolio in settori d'attività redditizi a lungo termine e permettere così anche alle generazioni future di approfittare del benessere relativo alla gestione del petrolio. Prima della creazione del fondo, i redditi del petrolio erano versati direttamente al budget dello Stato. La base legale sulla quale si basa il fondo prevede per contro che solo un reddito del 4% sia, ogni anno, messo a disposizione delle finanze pubbliche. Il fondo sovrano norvegese è dunque nato in un certo modo da una volontà di autodisciplina del potere politico (su immagine di un freno all'indebitamento).

Il GPF è finanziato esclusivamente dai redditi del commercio del petrolio. Non esiste nessun apporto pubblico né apporto di capitale derivante da obblighi di Stato. La grande differenza con la Svizzera è che il nostro paese, come tutti sanno, non possiede praticamente risorse naturali e non dispone dunque della stessa "base di valore reale".

Questo fa sì che i fondi sovrani esteri non possano servire da argomento per le idee in Svizzera a favore di un simile strumento. Nelle pagine seguenti, entreremo nel dettaglio dei problemi per quanto concerne un fondo sovrano svizzero.

Perché la Banca nazionale non può essere il guardiano di un fondo sovrano

Dopo l'abbandono del tasso minimo di cambio da parte della BNS, uno degli argomenti ricorrenti è stata la crescita sostenuta del suo bilancio contabile, che avrebbe reso difficile proseguire su questa via. La creazione di un fondo sovrano potrebbe non solo sgravare il bilancio e così sgravare la Banca nazionale, ma anche generare nuovi redditi. Con l'acquisto di ulteriori divise a favore del fondo sovrano, la BNS contribuirebbe a indebolire il franco svizzero.

Un fondo sovrano nuocerebbe all'indipendenza della BNS

Non è importante se le riserve sono direttamente visibili nel bilancio contabile o siano trasferite a un fondo sovrano separato. Il fondo sarebbe infatti semplicemente un debito verso la Banca nazionale e il bilancio non ne risentirebbe. Oltre alla vendita delle riserve, il solo mezzo con il quale la BNS può ridurre il proprio bilancio sono delle perdite (ad esempio attraverso la distribuzione ai cantoni).

► Un fondo sovrano non semplificherebbe in nessun modo il bilancio della Banca nazionale.

► Immischiarsi nella politica d'investimento della BNS significa compromettere la sua indipendenza.

Se un fondo sovrano presso la Banca nazionale fosse retto da regole d'investimento (politiche), la sua creazione comporterebbe di fatto un'ingerenza nella politica d'investimento e, pertanto, nell'indipendenza della BNS in materia di politica monetaria. Garantita dalla Costituzione, quest'ultima non è fine a sé stessa. Per potersi imporre con credibilità sui mercati finanziari allo scopo di garantire la stabilità dei prezzi e ammortizzare gli choc monetari o macroecono-

mici, gli attori del mercato devono essere sicuri e nessuna ingerenza politica deve indebolire la BNS, anche se le misure sono impopolari. Dare un segnale contrario rischierebbe di colpire gravemente la capacità d'azione della BNS e di nuocere durevolmente alla sua reputazione.

Lo stesso vale per l'esigenza d'investimenti strategici da parte della BNS. Una banca centrale indipendente non può essere l'investitore dominante di un'impresa isolata né esporsi al sospetto di perseguire, mediante i suoi investimenti, degli obiettivi politici diversi dal mantenimento della stabilità dei prezzi. Soltanto una vasta diversificazione garantisce che la BNS sia, conformemente al suo mandato, vista come attore sovrano, neutra nei confronti del mercato ed esclusivamente dedicata agli obiettivi di politica monetaria. E, anche se ciò svolge solo un ruolo secondario, a lungo termine solo una strategia d'investimento ampia promette di generare i migliori rendimenti.

La BNS non ha quale missione prioritaria la realizzazione di utili

Circa il 17% delle riserve di divise della BNS sono attualmente investite in azioni e il 72% in obbligazioni di Stato⁶. Questa strategia d'investimento della BNS (quota di azioni relativamente bassa e quota importante di obbligazioni di Stato) ma anche la strategia di gestione passiva del suo portafoglio d'azioni (quest'ultimo replica semplicemente le variazioni d'indici borsistici) contribuiscono probabilmente a spiegare le simpatie che suscitano gli appelli a privare la BNS di una parte delle sue riserve di divise per creare un fondo sovrano.

► Per ragioni monetarie, gli investimenti devono poter essere venduti rapidamente.

La vendita di azioni è uno strumento importante della politica monetaria. Essa permette alla BNS di ridurre la liquidità sul mercato. Fa così parte della politica basata sulla stabilità perseguita dalla banca centrale conformemente al suo mandato legale. Se vengono realizzati degli utili, si tratta di un effetto secondario rallegrante, ma che gioca al massimo un ruolo secondario. Se la politica monetaria lo richiede, le riserve di divise devono poter essere vendute nel momento più opportuno. Le obbligazioni di Stato sono più facili da liquidare delle azioni. Esse trovano degli acquirenti abbastanza facilmente. I loro corsi sono meno volatili. Questa proprietà (propria dei titoli obbligazionari in generale) facilita la gestione della massa monetaria. Si obietta sovente che la BNS dispone anche di un altro mezzo per ridurre la massa monetaria se necessario, ossia l'emissione di titoli di credito propri (denominati "buoni della BNS"). Questo è esatto, ma questa strategia è rischiosa. L'emissione di buoni della BNS comporta delle spese e la BNS remunera questi titoli con un tasso il cui livello è influenzato proprio da essa. Le decisioni in questo settore potrebbero scontrarsi con gli obiettivi della politica monetaria. Ad ogni modo, le suddette spese possono essere superiori agli eventuali ricavi supplementari che risulterebbero, ad esempio, da un aumento della quota di azioni nel portafoglio.

► Una quota di azioni estere relativamente bassa è in accordo con la teoria della gestione di portafoglio.

La strategia d'investimento della BNS è veramente così sbagliata?

È lecito avere diverse opinioni sulle strategie d'investimento della BNS, anche se si riconosce l'obiettivo primario della stabilità nella politica perseguita dalla banca centrale. La strategia d'investimento attuale della BNS è fondata su ragioni solide, anche se l'ottenimento di un rendimento non costituisce uno scopo prioritario della BNS. L'idea che la quota delle riserve di divise della BNS investite in azioni sarebbe troppo bassa (come si potrebbe pensare di primo acchito) dev'essere relativizzata alla luce della teoria della gestione del portafoglio. La causa è che gli investitori considerano il franco svizzero come una moneta rifugio. Questo spiega in parte la forza attuale della moneta elvetica e ha più generalmente per effetto che, dal punto di vista dell'investitore svizzero (come lo è la BNS), i tassi di cambio e i mercati azionari esteri tendono ad evolvere nella stessa direzione (prociclicità). Quando le monete straniere si svalutano rispetto al

⁶ Stato al 30.6.2015 (fonte: rapporto trimestrale della BNS).

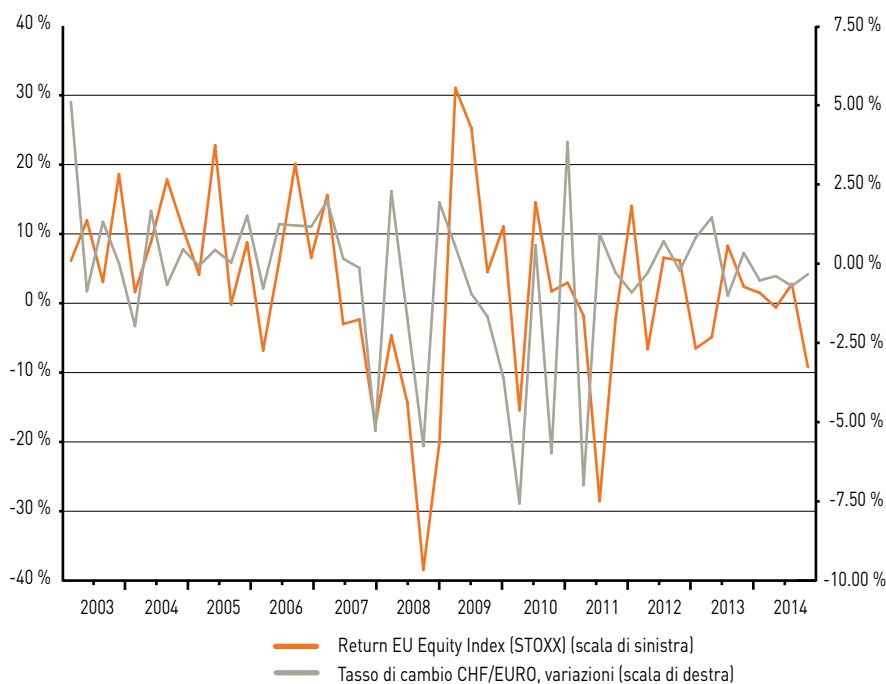
franco svizzero, anche il valore delle azioni straniere ha tendenza a diminuire. La figura 3, che paragona il rendimento trimestrale dei mercati azionari europei e la variazione relativa del corso di cambio CHF/EURO⁷, illustra questa correlazione. È così frequente che una diminuzione del valore delle azioni nelle borse europee sia accompagnata da una svalutazione dell'euro rispetto al franco svizzero. In questo scenario, l'investitore svizzero subisce una doppia perdita: una perdita (in euro) dovuta alla diminuzione del corso delle azioni e una perdita di cambio legata alla svalutazione dell'euro rispetto al franco svizzero (se vende le sue azioni). Questo fenomeno riduce il potenziale di diversificazione che rappresentano gli investimenti in azioni. Trattandosi degli investimenti puramente esteri, è dunque opportuno – come fa la BNS – avere in portafoglio una quota di azioni relativamente bassa e una quota relativamente importante di obbligazioni statali (questi ultimi con un comportamento anticiclico)⁸.

Grafico 3

Vi è una correlazione indiscutibile tra il rendimento delle azioni e le variazioni del tasso di cambio.

Rendimento di azioni europee e variazione del tasso di cambio CHF/EURO

Dati trimestrali da aprile 2003 a dicembre 2014



Fonte: Macrobond.

La stampa di moneta non crea nessun valore reale

Il trasferimento di una parte delle riserve di divise della BNS verso un fondo sovrano non toccherebbe il corso del franco svizzero, poiché le riserve in questione sono già investite all'estero. Per indebolire il franco svizzero, la BNS dovrebbe dunque in tutti i casi acquistare delle divise – anche se queste ultime dovessero in seguito essere trasferite verso il fondo sovrano – indipendentemente dalla strategia d'investimento.

► La stampa di moneta non crea nessun valore reale.

L'acquisto di divise è una decisione di politica monetaria di esclusiva competenza della BNS. Se non se ne tiene conto, bisogna almeno evitare un errore

⁷ La correlazione tra le due serie cronologiche è forte: nel periodo che va da gennaio 2003 a settembre 2011 (introduzione del tasso minimo di cambio dell'euro), il coefficiente di correlazione si situa a 0,34 (calcolo sulla base dei rendimenti mensili).

⁸ A questo proposito, cf. Zurbrügg, F. (2014). Possibilités et limites de la politique de placement de la BNS. Relazione presentata in occasione dell'aperitivo «Mercato monetario» della BNS del 27.3. 2014. Zurigo: BNS.

d'interpretazione correntemente commesso circa le conseguenze dei suoi interventi sul mercato dei cambi. L'idea che l'acquisto di divise estere da parte della BNS, stampando banconote, permetterebbe per così dire di creare del valore reale (indebolendo nel contempo il franco svizzero) non tiene conto del modo con cui funzionano le divise in contanti⁹. Gli investimenti eseguiti dalla BNS in divise estere possono avvenire solo al valore nominale; essi hanno un prezzo che è sopportato dalle persone che detengono (nominalmente) degli averi in franchi svizzeri. Mentre il fondo sovrano norvegese è collegato ad attivi reali come le materie prime, questo non sarebbe il caso per la BNS. È impossibile per una banca centrale creare del valore reale ex nihilo. La stampa di banconote riduce il valore di quelle già in circolazione. Indebolendo il franco svizzero, la BNS produce inflazione: l'importo nominale necessario per l'acquisto di un determinato bene aumenta. Non si tratta però di un'inflazione classica, poiché essa comporta un rincaro non dei prezzi al consumo, bensì dei valori patrimoniali. La categoria penalizzata è dunque quella dei risparmiatori, poiché l'inflazione che subiscono è come una specie di tassa. Anche per i potenziali investitori, questa forma d'inflazione ha gli stessi effetti della forma classica. Gli economisti hanno stabilito da tempo che stampare banconote non crea nessun valore reale.

L'illusione dell'indebitamento "low cost"

► Un indebitamento pubblico ridotto rende lo Stato molto solvibile.

In materia di politica finanziaria, la Svizzera è considerata come un allievo modello a livello mondiale. In controtendenza con la maggior parte degli altri Stati industrializzati, la Svizzera ha nettamente ridotto il proprio indebitamento pubblico negli ultimi dieci anni, in particolare grazie al freno all'indebitamento – strumento che ha del resto suscitato un vivace interesse all'estero. Il tasso d'indebitamento della Svizzera è di circa il 35% del PIL. Questo tasso modesto spiega in parte la buona solvibilità dei titoli di credito della Confederazione e il livello basso degli interessi. Esso può anche dare l'impressione che la Svizzera disponga di un margine di manovra per aumentare l'indebitamento (lordo) a un costo modico, ad esempio per finanziare un fondo sovrano.

Tuttavia, questa descrizione della panacea è statica. In realtà, la buona solvibilità dei titoli di credito federali – e il basso livello degli interessi che ne risulta – riflette l'attesa degli investitori che la Svizzera mantenga la sua rotta in materia di politica finanziaria. Se il debito dovesse aumentare fortemente, sarebbe inevitabile¹⁰ un aumento degli interessi (la creazione di un fondo sovrano dotato di circa 100 miliardi di franchi – un ordine di grandezza spesso ipotizzato – avrebbe l'effetto di portare il tasso d'indebitamento della Svizzera a più del 50%). In quest'ipotesi, bisognerebbe trovare un sotterfugio per schivare il freno all'indebitamento, ciò che screditerebbe la politica finanziaria svizzera. Gli investitori vi vedrebbero un precedente che potrebbe verificarsi in ogni momento. Queste considerazioni non sono pura teoria: la figura 4 mostra che esiste una correlazione tra il tasso d'indebitamento degli Stati e i loro oneri per ripagare gli interessi.

⁹ Cf. Föllmi, R. (2015). Unvereinbar mit dem Auftrag der Nationalbank. Tribune dans la « Neue Zürcher Zeitung » del 3.8.2015, p. 15.

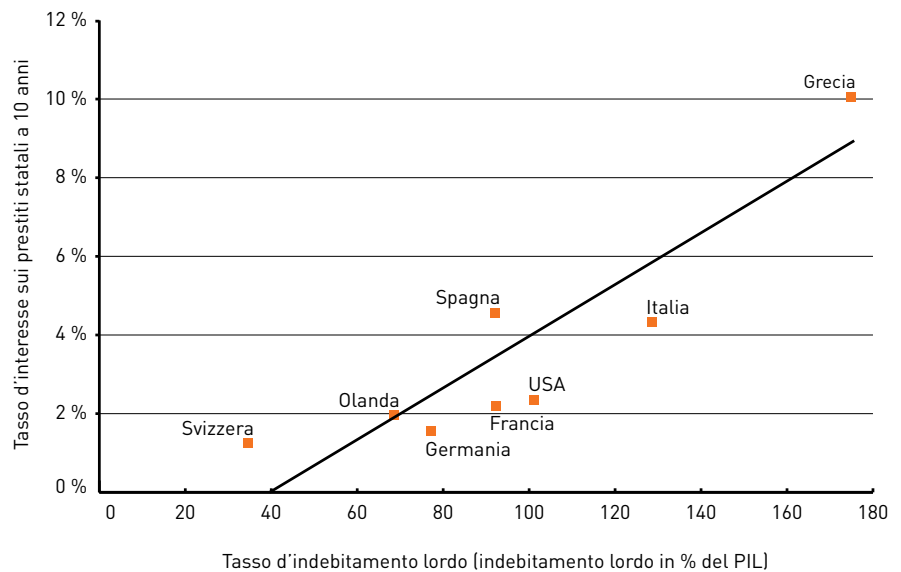
¹⁰ Gli interessi rappresentano le spese che il debitore deve al creditore. Se la solvibilità finanziaria del debitore dovesse peggiorare, il creditore chiederà delle garanzie più importanti e dunque dei premi più elevati.

Grafico 4

► Con più uno Stato è indebitato, più interessi deve pagare per un nuovo indebitamento.

Tasso d'indebitamento e tasso d'interesse

Dati medi per il 2013



Fonti: Eurostat, UST, FED.

► Un fondo sovrano scarica sui contribuenti dei rischi che dovrebbero sopportare gli investitori.

► Un fondo sovrano dovrebbe soddisfare varie esigenze politiche – sulle spalle del contribuente.

Lo Stato non è un investitore qualificato

Si potrebbe obiettare che l'onere degli interessi resterebbe relativamente basso in caso di leggero rincaro e che, nel contesto attuale, un fondo sovrano sarebbe in grado di essere lucrativo. Di primo acchito, sembra effettivamente che il potenziale rendimento di un simile fondo sarebbe sensibilmente più elevato del corrispondente onere degli interessi. Ma si tratta di una conseguenza non della situazione attuale dei tassi d'interesse, ma del fatto che gli investitori sono disposti ad accettare una riduzione degli interessi serviti sulle obbligazioni di Stato, poiché queste ultime sono garantite dal contribuente. In quanto tale, un fondo sovrano non ha, dal canto suo, i mezzi di sottrarsi al rapporto rendimento/rischio dettato dal mercato – a meno, giustamente, che non lo si esiga dal contribuente – ciò che non è il suo ruolo – che sopporti sistematicamente i rischi del fondo al posto di altri investitori, indipendentemente dalle sue preferenze personali in materia di rischio.

Inoltre, un fondo sovrano rischia di essere strumentalizzato per degli interessi politici particolari. In teoria, la direzione del fondo dovrebbe cercare di realizzare un rendimento massimo per le persone che sopportano il rischio, ossia i contribuenti. Ma in pratica – e il dibattito avviato lo dimostra – gli investimenti di un simile fondo dovrebbero probabilmente soddisfare diverse esigenze politiche. Si potrebbe ad esempio chiedere che gli investimenti siano sopportabili sul piano sociale, che promuovano le tecnologie verdi, che servano a mettere a disposizione del capitale di rischio, che sostengano l'innovazione, che siano "basate sul futuro", che contribuiscano alla creazione di posti d'apprendistato, ecc. Si potrebbe allungare la lista all'infinito. La politica è un pessimo uomo d'affari e anche inadatta per consigliare degli investimenti. Si può quasi essere certi che numerosi investimenti del fondo sovrano finanzierebbero in realtà il consumo dello Stato. Si correrebbe il rischio che il fondo realizzi un rendimento inferiore e assuma più rischi di un investitore ordinario, il tutto sulle spalle dei contribuenti e della piazza economica svizzera.

È normale che la prospettiva di realizzare degli utili approfittando di tassi d'interesse momentaneamente negativi possa sedurre. Invece di acquistare azioni, obbligazioni ecc., la Confederazione potrebbe facilmente piazzare il denaro presso la BNS grazie ai tassi d'interesse negativi. Ma questa prassi metterebbe in pericolo la politica monetaria della BNS. Poiché sfruttando il privilegio di essere liberati dalla BNS dall'obbligo di pagare gli interessi negativi, la Confederazione permetterebbe indirettamente ad altri investitori che non godono di questo privilegio, di evitare anche gli interessi negativi. Ciò non sarebbe nell'interesse del paese e provocherebbe probabilmente un nuovo apprezzamento del franco svizzero a seguito delle "opportunità d'investimento migliori" nei titoli di credito emessi dalla Confederazione¹¹.

Valutazione del rapporto costi-benefici dei progetti infrastrutturali

Tenuto conto della possibilità di contrarre prestiti a condizioni favorevoli, si è infine tentati, dal lato politico, di trarre vantaggio dalla situazione e di realizzare dei progetti infrastrutturali pubblici. Infatti, l'interesse del debito costituisce un fattore di costo significativo per grandi opere, nella misura in cui queste devono frequentemente essere prefinanziate. Alcuni progetti possono dunque oggi sembrare finanziariamente attrattivi rispetto a quanto lo sarebbero in un altro contesto. Ma anche se gli interessi del debito sono vantaggiosi, il prestito dovrà prima o poi essere rimborsato (ciò che significa che il contribuente dovrà assumere le spese), poiché è noto che le infrastrutture non generano generalmente un rendimento.

A questo stadio, si potrebbe argomentare che un'infrastruttura di qualità permette di migliorare la capacità fiscale dell'economia nel suo insieme e dunque di equilibrare i costi. Ciò è certamente vero, ma questa riflessione dovrebbe avere un ruolo decisivo nella valutazione dei progetti infrastrutturali, indipendentemente dall'evoluzione dei tassi d'interesse. In realtà, contano anche altri criteri politici. Inoltre, i costi provocati dal volume d'investimento sono determinanti, mentre l'interesse sul debito è secondario nella valutazione. Il basso livello attuale dei tassi d'interesse non deve dunque essere percepito come un assegno in bianco per realizzazioni utopiche, sconnesse dalla realtà politica e finanziaria.

► Le nuove infrastrutture generano anche altri costi.

Infine e soprattutto, non dimentichiamo che la manutenzione di queste infrastrutture rappresenta un costo non trascurabile, che grava a lungo termine sul budget dello Stato. Le spese di manutenzione sono notevoli e non hanno nulla a che vedere con il livello ridotto dei tassi d'interesse.

Il franco verrebbe probabilmente nuovamente rafforzato

I sostenitori di un fondo sovrano gestito dalla Confederazione esaltano le possibilità di rendimento e la situazione vantaggiosa in materia di interessi. Essi prevedono inoltre, quasi a titolo di effetto secondario positivo, un indebolimento del franco. Benché il ragionamento sia fondato, la realtà dipende dalla risposta a due domande. Primo: i nuovi titoli saranno acquistati piuttosto da investitori indigeni o da stranieri? E secondo: questo fondo sovrano sarà investito piuttosto in Svizzera o all'estero?

Non è possibile rispondere alla prima domanda in maniera categorica, poiché il comportamento degli investitori non è prevedibile. La maggiore liquidità sul mercato dei prestiti di Stato svizzeri indotta da un fondo sovrano parla piuttosto a favore di una crescita della domanda estera. Per gli investitori, una maggiore liquidità delle obbligazioni elvetiche facilita l'acquisto e la vendita, poiché queste ultime si inseriscono più facilmente rispetto ad oggi in un portafoglio diversifi-

¹¹ Ma è evidentemente possibile che la BNS adotti delle misure per impedire la realizzazione di questo scenario.

cato¹². Il franco ne uscirebbe dunque piuttosto rafforzato.

► Se non investe fortemente all'estero, un fondo statale tenderà a rafforzare il franco.

La risposta alla seconda domanda dipende dalla strategia d'investimento dell'eventuale fondo sovrano. Se quest'ultimo investisse piuttosto in Svizzera, il franco ne risulterebbe rafforzato. La stessa cosa vale se le risorse sono utilizzate per progetti infrastrutturali. Per contro, un fondo i cui capitali sarebbero investiti essenzialmente all'estero (sempre che una simile strategia sia in grado di trovare maggioranze) indebolirebbe il franco. Alcuni diranno che la Confederazione potrebbe compensare così il basso livello d'investimento all'estero degli Svizzeri. Questo implicherebbe però che gli Svizzeri diventino degli investitori irrazionali, un'ipotesi che non si giustifica affatto. Inoltre, dei divari di rendimento sistematici sarebbero immediatamente corretti dal mercato, più precisamente da coloro che vengono definiti gli arbitraggisti. Gli ostacoli regolamentari talvolta imposti agli investitori istituzionali costituiscono un'eccezione. Il legislatore potrebbe contribuire in maniera interessante ad un indebolimento del franco attraverso una liberalizzazione appropriata delle prescrizioni d'investimento.

Fondo sovrano – desideri e realtà

Le spiegazioni seguenti mostrano che un fondo di Stato – indipendentemente dalla sua forma – non è una buona idea dal punto di vista economico. La tabella 1 passa in rassegna i principali argomenti.

Table 1 e 2

► Che un fondo sovrano sia alimentato dalle riserve di divise della BNS o dalla creazione di nuovi debiti, gli svantaggi predominano.

I principali argomenti attorno ad un eventuale fondo sovrano

Fondo sovrano basato sulle riserve di divise della Banca nazionale svizzera

Obiettivo mirato	Attese	Realtà
Rendimento maggiore degli investimenti della BNS	- Una strategia d'investimento ottimizzata aumenta gli utili. - Degli investimenti «strategici» migliorano le prospettive di rendimento della BNS e apportano dei vantaggi economici.	- Le prescrizioni d'investimento suppongono un'ingerenza nella politica monetaria che metterebbe in pericolo l'indipendenza della BNS. - Dal punto di vista della politica monetaria, la possibilità di liquidare rapidamente degli investimenti è essenziale (i «buoni della BNS» non sono dei sostituti). - Una vasta diversificazione permette di essere percepiti come un attore indipendente. - Una quota ridotta di azioni è interessante dal punto di vista della gestione di portafoglio, poiché il tasso di cambio è correlato positivamente alle azioni straniere.
Indebolimento del franco	- Una strategia d'investimento della BNS ampiamente basata sull'estero indebolisce il franco. - Gli acquisti supplementari di divise non costano nulla e indeboliscono il franco.	- Le riserve di divise sono già interamente investite all'estero. Il franco non può dunque essere indebolito da un'altra strategia d'investimento. - Gli acquisti supplementari di divise aumentano la massa monetaria. - Le decisioni in materia d'acquisto di divise dipendono dalla politica monetaria indipendente della BNS.
Diminuzione della pressione politica	- Una diminuzione del bilancio della BNS aumenta il margine di manovra della BNS in materia di politica monetaria.	- Il bilancio della BNS non può essere diminuito, poiché il fondo avrebbe un debito verso di essa.
Creazione di valori reali per l'economia	- Acquistare divise estere e azionare gratuitamente la macchina per stampare banconote permette di acquistare dei valori reali che a lungo termine vanno a favore dell'economia.	- La BNS non può creare dei valori reali attraverso la creazione di moneta. Quest'ultima è solo all'origine di un'inflazione degli attivi.

¹²

Contrastare questo effetto mediante un divieto di vendita dei prestiti di Stato agli investitori esteri significherebbe intralciare la libera circolazione dei capitali.

Fondo sovrano della Confederazione basato su un aumento del debito

Obiettivo mirato	Attese	Realtà
Rendimento maggiore per la Confederazione	<ul style="list-style-type: none"> - Il basso livello dei tassi d'interesse permette agli investimenti della Confederazione di generare un utile maggiore. - Un fondo sovrano può realizzare degli investimenti «promettenti» a livello economico. - Grazie alla remunerazione negativa, la Confederazione può realizzare un utile senza correre rischi (indebitarsi e guadagnare così del denaro). 	<ul style="list-style-type: none"> - La Confederazione può generare un utile indipendentemente dall'evoluzione attuale dei tassi d'interesse, ma solo attraverso uno scarico dei rischi sui contribuenti. - Sfruttare il basso livello dei tassi d'interesse implica un maggiore indebitamento della Svizzera e dunque un onere del debito più importante. - Per alimentare un simile fondo, la Confederazione rischia di dover derogare al freno all'indebitamento. La politica finanziaria della Svizzera, che si è dimostrata efficiente, sarebbe aggirata, ciò che sarebbe dannoso a lungo termine. - Un fondo sovrano sarebbe oggetto di interessi politici particolari. - Uno sfruttamento sistematico della posizione privilegiata della Confederazione nuocerebbe alla politica monetaria della BNS.
Indebolimento del franco	<ul style="list-style-type: none"> - Se, con un simile fondo, la Confederazione investe maggiormente all'estero rispetto alla Svizzera, il valore del franco diminuisce. 	<ul style="list-style-type: none"> - Una liquidità maggiore tende piuttosto a rafforzare il franco. - Un indebolimento del franco si produrrebbe solo se il fondo sovrano investisse in gran parte all'estero, ciò che è politicamente delicato ed economicamente poco opportuno (nessun segnale di un comportamento irrazionale degli investitori).
Ottimizzazione infrastruttura pubblica	<ul style="list-style-type: none"> - È possibile realizzare dei progetti infrastrutturali a condizioni ottimali. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nel caso delle infrastrutture, gli interessi del debito rappresentano solo una piccola parte dei costi e il debito deve in ogni caso essere rimborsato. - Le opere infrastrutturali generano sempre dei costi. - In occasione di progetti infrastrutturali, la valutazione dei costi e dell'utilità (aumento della forza produttiva dell'economia) deve avvenire indipendentemente dalla situazione sul fronte dei tassi d'interesse.

Conclusione : la strada migliore è quella di mantenere l'indipendenza della Banca nazionale e la sostenibilità della politica budgetaria

La crisi finanziaria globale di pochi anni fa e l'attuale crisi dell'euro hanno fatto sì che il mondo industrializzato e con esso la Svizzera si trovino in una situazione eccezionale in materia di politica monetaria. Parallelamente, il valore reale del franco svizzero ha raggiunto nuovi picchi a seguito della soppressione del tasso minimo di cambio con l'euro. Questi due fenomeni nutrono l'illusione che la Svizzera, grazie alle riserve di divise della BNS o al basso livello degli interessi del debito, possa approfittare di risorse finanziarie quasi gratuitamente e senza rischi. Per alcuni, agli ambienti politici mancherebbe solo il coraggio di approfittare di questa manna.

► Riserve di divise elevate e un basso livello degli interessi del debito non sono dei valori reali.

Le importanti riserve di divise della Banca nazionale come pure il basso livello dei tassi di interesse del debito della Confederazione non sono dei valori reali. È in questo che si distinguono fundamentalmente le proposte di fondo sovrano svizzero dai modelli di fondi sovrani della Norvegia e di Singapore, che si basano sui proventi della vendita di petrolio o su imprese statali. Un fondo sovrano basato sulle riserve della BNS metterebbe in pericolo l'indipendenza della BNS e la fiducia di quest'ultima nei confronti dei mercati in materia di politica monetaria, complicando durevolmente la sua attività. In un simile contesto, la stabilità dei prezzi non potrebbe più essere garantita. Inoltre, un fondo sovrano gestito dalla Confederazione e basato su un aumento del suo indebitamento permette-

rebbe soprattutto agli investitori di addossare i loro rischi sulle spalle dei contribuenti svizzeri. Un simile fondo, a parte il fatto di contribuire ulteriormente alla forza del franco e di essere oggetto di interessi politici particolari, metterebbe anche in pericolo la stabilità della politica finanziaria elvetica. E infine la fattura sarebbe presentata ai contribuenti.

► La ricetta di successo della politica economica svizzera: stabilità dei prezzi e finanze equilibrate.

Un fondo sovrano servirebbe rapidamente, ed è molto comprensibile, per tutta una serie di interessi politici, in particolare se sussiste l'illusione che quest'ultimo possa essere dotato di mezzi praticamente illimitati. Ma, in realtà, la chiave del successo della politica economica svizzera non cambia. Una banca nazionale indipendente preoccupata di garantire la stabilità dei prezzi, associata ad una politica budgetaria equilibrata, protetta dal meccanismo del freno all'indebitamento: se la ricetta può sembrare noiosa, l'esperienza mostra quanto essa sia efficace.

Informazioni:

stefan.vannoni@economiesuisse.ch
fabian.schnell@economiesuisse.ch

Impressum

economiesuisse, Federazione delle imprese svizzere
Hegibachstrasse 47, Casella postale, CH-8032 Zurigo
www.economiesuisse.ch